nlfi

NL financial investments

Lange Houtstraat 26
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

www.nlfi.nl

Behandeld door

T
M
E

Datum
6 november 2015

Nummer
2015/405

Bijlagen:
3

Ministerie van Financiën

memo ABN AMRO: advies voor publicatie van prospectus

Inleiding
Met dit memo adviseren wij u over de onderwerpen die het ministerie van Financiën heeft aangeduid als materieel voor uw beslissing over publicatie van het prospectus van ABN AMRO met daarin een prijsbandbreedte (price range) en omvang van de aanbieding (offer size), waarmee de periode van bookbuilding zal starten. Deze onderwerpen zijn aangeduid als principieel en zwaarwegend. Publicatie van het prospectus is gepland voor 10 november aanstaande, voor opening van de beurs.

De belangrijkste besluiten die nu voorliggen zien op de price range en offer size.

In dit memo wordt ingegaan op:

I. De drie exitvoorwaarden: concept publiek advies (zie bijlage)
II. Omvang van de eerste tranche
III. Price range
IV. Advies NLFI ten aanzien van II en III

Deze onderwerpen zijn ook besproken tijdens een tripartite overleg tussen NLFI, ABN AMRO en het ministerie van Financiën op 4 november jl.

Samenvatting
Dit advies is gebaseerd op de door NLFI opgedane kennis en beschikbare informatie tot en met 5 november. Mochten zich de komende dagen (onverwachte) ontwikkelingen voordoen, dan zullen wij u hierover informeren. Maandag 9 november a.s. moet het prospectus uiterlijk om 13 uur in de finale vorm aan de AFM worden toegezonden. Daarna kunnen geen wijzigingen meer worden doorgevoerd. Ook moet er voldoende tijd voor de drukker zijn om het prospectus te printen en in te binden, aangezien dit dinsdagochtend beschikbaar moet zijn. Derhalve is op maandagochtend 9 november een tripartiet overleg ingepland, waarin de laatste stand van zaken wordt besproken en beoordeeld of het nu gegeven advies ongewijzigd blijft. Het ministerie van Financiën (de directeur Financieringen en zijn team) zal hier ook bij aanwezig zijn.

In het publieke advies ten aanzien van de drie exitcriteria zal NLFI aandacht schenken aan het verslechterde marktsentiment, onder meer als gevolg van tegenvallende Q3-cijfers van verschillende banken. Alhoewel dit een negatieve impact heeft, zijn de financiële markten nog voldoende stabiel. Naar het oordeel van NLFI is ABN AMRO (de onderneming) klaar voor een beursgenoteerde omgeving. Uit de early look meetings is voldoende belangstelling van investeerders gebleken, deze belangstelling is wel prijsgevoelig. Ook de onderneming geeft aan

gereed te zijn en er is vertrouwen van ABN AMRO en de JGC's dat de AFM het prospectus zal goedkeuren. De Vvgb's van ECB/DNB zijn inmiddels ontvangen en de Raad van Medewerkers heeft positief geadviseerd.

Op basis van de aangehechte adviezen van de JGC's (de Joint Global Coordinators; ABN AMRO, Deutsche Bank en Morgan Stanley), het advies van Rothschild (de financieel adviseur van NLFI) en de analyse van NLFI komt NLFI tot het oordeel u te adviseren om het volgende in het prospectus op te nemen:

1. Price-range van € 16 - € 20 per certificaat.
2. Offer size van 190 miljoen aandelen (inclusief Greenshoe), hetgeen circa 20% van het totale geplaatste kapitaal is.

Dit advies wijkt zowel wat betreft price-range (aan de boven kant) als offer size af van het advies van de JGC's maar sluit wel aan bij het advies van Rothschild. Hierna wordt dit advies nader toegelicht.

I. De drie exitvoorwaarden

Zie het aangehechte publieke advies en het bij het voorliggende advies gevoegde memo van de JGCs ten aanzien van de drie exitcriteria.

II. Omvang van de eerste tranche

In het prospectus moet worden opgenomen wat de bandbreedte van omvang van de eerste tranche zal zijn. Meerdere opties zijn mogelijk, zoals blijkt uit onderstaande tabel. Bij het vaststellen van het advies over de best passende omvang, heeft NLFI rekening gehouden met het verslechterde marktsentiment en de naar beneden bijgestelde price range.

strategie vervolgtransacties/bescherming belang staat

Van onderstaande tabel worden opties 1, 4 en 5 niet geadviseerd. Bij optie 1 is de size mogelijk te klein voor voldoende liquiditeit (freefloat) en voor opname in de AEX-index. Gegeven de huidige marktomstandigheden adviseert NLFI opties 4 en 5 af te laten vallen. Van de overblijvende opties 2 en 3 geeft NLFI de voorkeur aan optie 2 omdat dan mogelijk eerder uitgegaan kan worden met een 'book is covered' bericht, strategie vervolgtransacties/bescherming belang staat

nlfi

Alternative	Base (excl. greenshoe)	Total (incl. 15% greenshoe)	Upsized (10% increase in total size)
1	15.0%	17.3%	19.0%
2	17.4%	20,0%	22.0%
3	20,0%	23.0%	25.3%
4	20.0% – 23.7%	23.0% – 27.3%	25.3% – 30.0%
5	23.7%	27.3%	30.0%

Indien rekening wordt gehouden met de benodigde freefloat en de wens voor opname in de AEX-index aan de ene kant, en de verwachte prijs aan de andere kant, adviseert NLFI een omvang van de eerste tranche van 190 miljoen aandelen (inclusief greenshoe), hetgeen circa 20% van het totale geplaatste kapitaal is (de facto optie 2 uit bovenstaande tabel). Dit is consistent met eerdere adviezen van NLFI, waarin werd geadviseerd om 20%-30% inclusief greenshoe in de eerste tranche te verkopen. Naast de basisomvang en overallocatie optie (greenshoe), is er nog de mogelijkheid om beide met circa 10% te vergroten, bijvoorbeeld omdat de interesse in de markt toch groter is en investeerders bereid zijn een prijs in de bovenkant van de price range te betalen, zonder juridische belemmeringen. De basisomvang en de greenshoe worden uitgedrukt in absolute bedragen. Dit is een gebruikelijke formulering in de markt.

De door NLFI geadviseerde omvang van 190 miljoen aandelen (inclusief greenshoe), resulterend in circa 20%, wijkt af van het advies van de JGCs dat uitkomt op een basisomvang van 20%, te vermeerderen met een greenshoe van maximaal 15%, resulterend in een omvang van 23%. Reden dat NLFI een enigszins kleinere omvang adviseert is er in gelegen dat gegeven de naar beneden bijgestelde prijsverwachting, er naar minder aandelen tegen een lagere prijs hoeven te worden verkocht [redacted]

strategie vervolgtransacties/bescherming belang staat

De verwachting is dat de markt van professionele beleggers een omvang van 20% zal zien als een logisch en rationeel antwoord op de verslechterde marktomstandigheden en de markt het ook niet als een verrassing zal ervaren.

III. Price-range

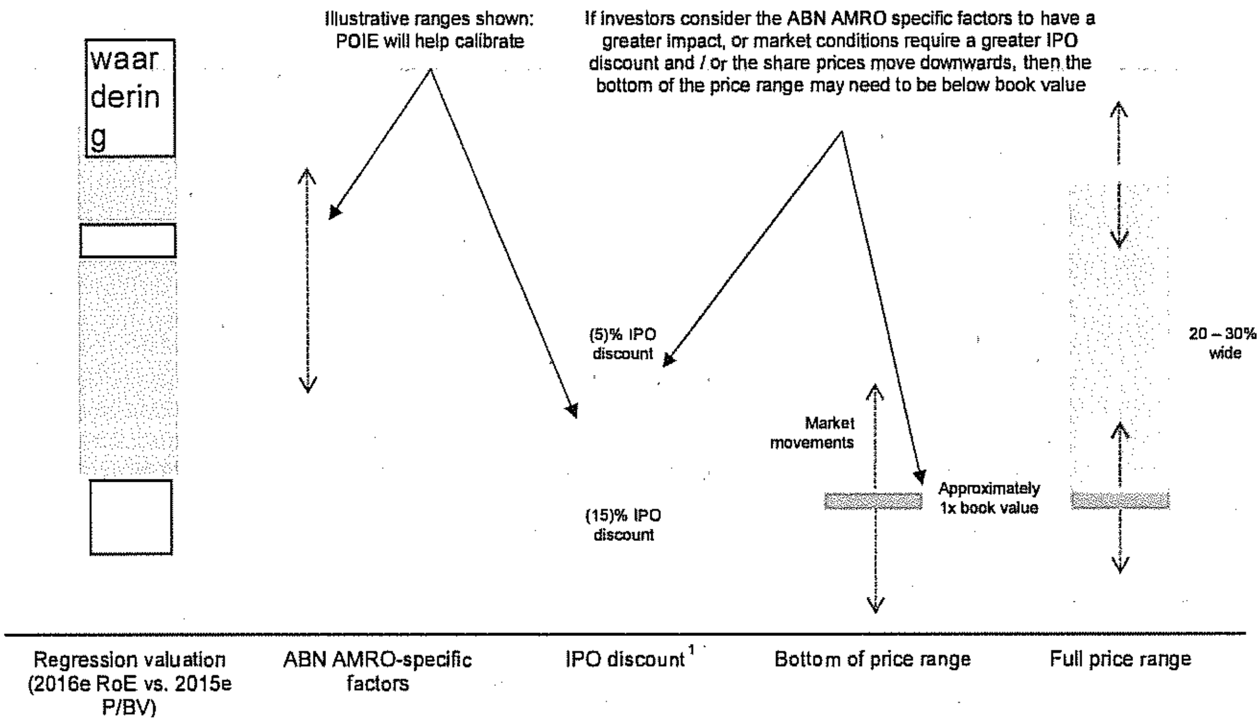
Sinds het vorige tripartite overleg op 22 oktober jl. hebben zich drie belangrijke ontwikkelingen voorgedaan:

1. De investor feedback die is ontvangen uit de PDIE is terughoudender geworden. De feedback komt van bijna 2000 lines of feedback en is inzake pricing vrij geconcentreerd; meest gehoorde pricing feedback is "tangible book value minus a (small) discount".
2. Het market sentiment jegens banken is nerveuzer geworden.
3. De gemiddelde indicatie van ordersize is afgenomen.

Tijdens de PDIE is veel feedback van investeerders ontvangen over hun visie op de waardering en prijs van ABN AMRO. De consensus hiervan is 1 x boekwaarde (TBV) veelal gevolgd door de woorden "plus een discount". Ook werd gerefereerd aan ING die op dat moment verhandeld werd voor circa 1,1 x TBV, waarbij aangegeven werd dat voor ABN AMRO wel nog een IPO-discount moet worden toegepast.

In onderstaand overzicht wordt geschetst hoe een prijsrange tot stand komt.

Subject to investor views and market developments, appropriate IPO price may range from close to book value (above or below) to 20 – 30% above book value



Source Factset (30 October 2015); ABN AMRO analyst consensus; Rothschild assumptions

Notes

1 Factors impacting value af ABN AMRO and not captured by the regression methodology which takes into account 2016e RoE only and broadly assumes ABN AMRO's cost af equity is in line with the average of the peer group

2 Width af price range calculated vs. bottom of the range (= (Price renge high / price range low) minus 1 es a %)

Vlak voor ITF hebben de JGC's geadviseerd over hun visie op de minimumprijs die zij haalbaar achten voor de IPO van ABN AMRO. Dit was hun beste inschatting gebaseerd op alle kennis tot dan toe. Alle drie hadden er een redelijk vertrouwen in dat pricing op minimaal 1 x TBV mogelijk was. Dit was echter vóór de drie ontwikkelingen die een negatieve prijsimpact hebben, welke eerder in dit memo zijn beschreven.

Strategie vervolgtransacties/bescherming belang staat

Na kennis te hebben genomen van alle feedback uit de PDIE, hebben de JGC's een price range geadviseerd van € 16 - € 19 per certificaat. Rothschild heeft het volgende price range advies afgegeven: € 16 - € 20 per certificaat. NLFI adviseert een price range van € 16 - € 20 per certificaat. Dit advies wijkt af van het advies van de JCGs wat betreft de bovenkant van de range (de JGCs adviseren een range van € 16 - € 19 per certificaat). Belangrijkste overweging van NLFI om € 20 per certificaat te adviseren is gelegen in de aanbeveling uit het Myners report n.a.v. de IPO van Royal Mail, dat in een negatieve marktomgeving het van groot belang is een wijdere price

range naar de bovenkant aan te houden en op die manier rekening te houden met de mogelijkheid dat gedurende bookbuilding de omstandigheden kunnen verbeteren. Daarnaast is NLFI van oordeel dat de bovenkant van de geadviseerde price range past bij de winstgevendheid en sterke kapitalisatie van ABN AMRO.

De price range is 25% wijd, hetgeen nog aan de onderkant ligt van hetgeen in het Myners rapport wordt aanbevolen voor privatiseringen.

Ondergrens volgens NLFI
In het memo 2015/36B heeft NLFI aangegeven dat bij een prijs van minder dan € 15 miljard het uitstellen van de IPO serieus overwogen moet worden. De onderkant van de geadviseerde price range blijft hierboven.

IV. Advies NLFI

Op basis van de aangehechte adviezen van de JGC's (de Joint Global Coordinators; ABN AMRO, Deutsche Bank en Morgan Stanley), het advies van Rothschild (de financieel adviseur van NLFI) en de analyse van NLFI komt NLFI tot het oordeel u te adviseren om het volgende in het prospectus op te nemen:

4. Price-range van € 16 - € 20 per certificaat.
5. Dffer size van 190 miljoen aandelen (inclusief Greenshoe), hetgeen circa 20% van het totale geplaatste kapitaal is.

Dit advies advies wijkt zowel wat betreft price-range (aan de boven kant) als offer size af van het advies van de JGC's maar sluit wel aan bij het advies van Rothschild.

Op maandag 9 november aanstaande zal van 11-12 uur een tripartiet overleg plaatsvinden waarin de laatste gegevens worden meegenomen. Indien dit leidt tot aanpassing van het advies van NLFI, zal de directeur Financieringen u hier direct over informeren en is uw besluit voor 13 uur noodzakelijk.